

海澜之家(600398.SH)

点评报告

行业公司研究—纺织服装行业—

证券研究报告

# 品牌全方位升级持续，国产龙头增长可期

——海澜之家点评报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨  
✉️ : mail@stocke.com.cn

## 报告导读

品牌升级持续，线上渠道表现亮眼，国产龙头有望借势恢复增长。

## 投资要点

### □ 主品牌持续向“国民品牌”升级，线上业务成为亮点

公司公布20年年报及21年一季报，公司20年实现收入179.6亿(-18.3%)，净利润17.8亿(-44.4%)；21Q1实现收入54.9亿(相较19Q1下降9.8%)，净利润8.4亿(相较19Q1下降30.4%)。

公司主品牌20年全年实现收入137.7亿(-21%)，21Q1实现收入46亿(+45%，相较19年-7.9%)。分渠道看，海澜主品牌线上55%至20.5亿，21Q1在线上奥莱活动的带动下录得88%的高增长。我们看到公司在“达人带货+品牌自播”的驱动下在直播渠道增长明显。同时公司为各个平台匹配不同货品，通过商渠匹配提升销售效率。

此外，我们看到公司正在产品迭代和品类创新上持续升级。一方面公司不断通过联名加深新时代消费者对品牌年轻化的认知，另一方面公司正在全力打造功能性产品，依靠吸湿速干T恤、冰感牛仔裤、极光羽绒服等众多系列，公司也在不断迭代原有的商务产品比重，向年轻化、休闲化不断升级。

另外在品牌营销上，海澜主品牌新增品牌代言人周杰伦，以“国民品牌X国民偶像”开启新征程，进一步强化90后为主体的消费者对品牌的认同感。同时从营销渠道上，海澜在包括微博、微信、抖音、快手等等渠道上联合自媒体达人全面投放，在消费者心目中重塑形象。

### □ 新品牌运营良好，整体周转情况健康

主品牌外，公司其他品牌发展情况良好。OVV依靠《三十而已》热播以及本身优秀的产品质量不断获得消费者青睐，收入Q4增长90%，全年增长65%。英氏依靠全渠道的营销发力经营现金流及经营性利润在20年均已转正，全年实现收入6.3亿；男生女生依靠联名/电影植入等多种方式在20年获得4.5亿收入，海澜优选在20年同样获得71%的收入增长。

公司整体库存和应收账款情况良好。21Q1公司存货周转天数211天(去年同期319天/19年同期249天)，应收账款周转天数16.9天(去年同期19.4天/)，均已回到健康状态。20年全年经营性现金流净额28.2亿(比净利润达到164%)。

### □ 盈利预测及估值

我们认为公司主品牌的持续升级以及线上的高速增长，均为其未来的持续发展奠定良好基础，我们预计公司从21年起有望持续恢复良好的增长态势。

预计公司21-23年净利润31.0/34.9/38.7亿，增速为74%/13%/11%，对应估值9.3/8.3/7.4X。我们认为目前估值对于公司这样国内服装龙头而言明显偏低，在海外龙头流量下降，国产龙头品牌势头向上的背景下，我们看好公司逐步恢复增长势头，维持“买入”评级。

风险提示：疫情恶化超出预期，消费需求变化

## 评级

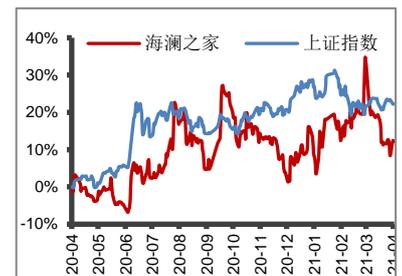
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥6.67

## 单季度业绩

## 元/股

2Q/2020 0.15  
3Q/2020 0.08  
4Q/2020 0.11  
1Q/2021 0.20



## 公司简介

公司成立于1997年，是一家大型服装企业，业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产和销售，品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。

## 相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

**财务摘要**

(百万元)	2019	2020E	2021E	2023E
主营收入	17959	22368	24704	27375
(+/-)	-18.3%	24.6%	10.4%	10.8%
净利润	1785	3096	3485	3874
(+/-)	-44.4%	73.5%	12.6%	11.2%
每股收益(元)	0.41	0.72	0.81	0.90
P/E	16.1	9.3	8.3	7.4

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	20206	22334	24883	28041
现金	10516	12060	13875	15784
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	972	1055	1184	1302
其它应收款	371	524	464	609
预付账款	333	415	459	508
存货	7416	8121	8732	9652
其他	596	159	169	187
<b>非流动资产</b>	7462	5860	5598	5351
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4000	3497	3301	3140
无形资产	857	833	771	708
在建工程	19	30	30	30
其他	2586	1500	1496	1474
<b>资产总计</b>	27668	28041	30313	33208
<b>流动负债</b>	10835	11153	11740	12825
短期借款	0	0	0	1
应付款项	5448	5956	6319	7059
预收账款	5	218	276	272
其他	5382	4979	5146	5493
<b>非流动负债</b>	2939	2923	2923	2923
长期借款	2490	2400	2400	2400
其他	449	523	523	523
<b>负债合计</b>	13774	14076	14663	15748
少数股东权益	193	196	216	202
归属母公司股东权	13701	13769	15434	17258
<b>负债和股东权益</b>	27668	28041	30313	33208
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2830	3862	3943	4557
净利润	1718	3060	3437	3823
折旧摊销	323	263	249	237
财务费用	134	0	0	0
投资损失	(9)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(148)	193	(177)	20
其它	813	356	445	487
<b>投资活动现金流</b>	(440)	456	(227)	(511)
资本支出	239	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	202	(456)	227	511
<b>筹资活动现金流</b>	(1676)	(2774)	(1901)	(2138)
短期借款	0	0	0	1
长期借款	0	0	0	0
其他	(1676)	(2774)	(1901)	(2139)
<b>现金净增加额</b>	704	1543	1815	1908

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	17959	22368	24704	27375
营业成本	11238	13097	14430	15961
营业税金及附加	118	147	162	180
营业费用	2403	3042	3360	3723
管理费用	1251	1678	1803	1998
研发费用	40	67	74	82
财务费用	28	6	5	5
资产减值损失	569	336	371	413
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	10	10
其他经营收益	38	50	50	50
<b>营业利润</b>	2282	4055	4559	5072
营业外收支	17	25	23	25
<b>利润总额</b>	2299	4080	4582	5098
所得税	581	1020	1146	1274
<b>净利润</b>	1718	3060	3437	3823
少数股东损益	(67)	(36)	(49)	(51)
<b>归属母公司净利润</b>	1785	3096	3485	3874
<b>EBITDA</b>	3714	4864	5443	6015
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.41	0.72	0.81	0.90
<b>主要财务比率</b>				
	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-18.3%	24.6%	10.4%	10.8%
营业利润	-45.4%	77.7%	12.4%	11.3%
归属母公司净利润	-44.4%	73.5%	12.6%	11.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.4%	41.4%	41.6%	41.7%
净利率	9.9%	13.8%	14.1%	14.2%
ROE	12.9%	22.3%	23.6%	24.7%
ROIC	14.0%	20.9%	21.2%	21.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.8%	50.2%	48.4%	47.4%
净负债比率	100.5%	102.2%	95.0%	91.2%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9
应收帐款周转率	17.5	16.4	16.4	16.4
应付帐款周转率	1.5	1.7	1.9	1.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.41	0.72	0.81	0.90
每股经营现金	0.66	0.89	0.91	0.00
每股净资产	3.17	3.19	3.57	3.99
<b>估值比率</b>				
P/E	16.1	9.3	8.3	7.4
P/B	2.1	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.6	3.9	3.2	2.6

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>